

## Los resguardos de la economía argentina (segunda parte)

**Por Leonardo Perichinsky**

**Para resguardarnos de los efectos de las posibles perturbaciones financieras es necesaria una política cambiaria con objetivo de mantenimiento del tipo de cambio real, complementada con un conjunto de instituciones que desconecte al esquema macroeconómico de los centros financieros internacionales y que desligue a los precios internos de los internacionales.**

### 1. Introducción

Del análisis planteado sobre el escenario internacional, realizado en la edición anterior de esta revista, destacamos al menos tres conclusiones de especial significancia para la economía argentina:

- 1. Más allá de su rol en el crecimiento del producto mundial y en la generación de ahorro, las economías asiáticas (principalmente China e India) tienen un rol significativamente más preponderante sobre los precios de las materias primas que sobre el comercio mundial en general.*
- 2. Existe una clara tendencia hacia la depreciación (gradual, en principio) del dólar en relación con el resto de las divisas clave.*
- 3. Se verifica un nivel de volatilidad creciente en el sistema financiero internacional.*

El panorama podría completarse destacando que el esquema macroeconómico actual es consistente, y de menor fragilidad frente a las turbulencias financieras que el existente durante los años 90, fundamentalmente porque no requiere ingreso de capitales y no posee necesidades significativas de financiamiento externo.

La consistencia del esquema macroeconómico actual se explica básicamente por la política cambiaria de flotación administrada que le impone un piso relativamente elevado al tipo de cambio nominal.

En las condiciones actuales, caracterizadas por un significativo exceso de oferta de divisas en el mercado cambiario por el superávit fundamentalmente comercial, la emisión para comprar divisas convalida el crecimiento de la demanda efectiva doméstica<sup>1</sup>.

Para que este modelo funcione de manera sostenida, la política cambiaria debería tener un objetivo de tipo de cambio real multilateral, que se adapte a las modificaciones de las principales monedas de los países que comercian con la Argentina. Si este fuese el objetivo, las condiciones del modelo se manten-

<sup>1</sup> Las dificultades para superar los problemas de inflación estructural, hacen de la esterilización la manera elegida por las autoridades para evitar la licuación de este aumento nominal.

drían sin modificaciones sustantivas. De todas formas, un esquema de estas características requiere de al menos dos condiciones para perdurar:

- \* En primer lugar, mantenerse lo más desconectado posible del sistema financiero internacional. A través de una elevada composición de deuda denominada en moneda local y la búsqueda de mecanismos de financiamiento regionales.**
- \* En segundo lugar, debiera evitar que la monetización convalide aumentos de precios a partir de una política que combine controles de precios efectivos con un mayor esfuerzo por desalinear los precios internos de las cotizaciones de las materias primas<sup>2</sup>. De esta forma se limitarían los lógicos efectos de la inflación estructural.**

Por su parte, una vez eliminadas las causas de inflación estructural, se requiere profundizar la política de recomposición del salario y de expansión de la demanda efectiva real. Un condición adicional, asociada a la política de ingresos y a la consistencia interna del modelo, dada la necesidad de generar un mercado interno sólido, es la institucionalidad en materia de transferencia de ingresos desde la renta exportadora hacia la población perceptora de ingresos derivado del consumo doméstico.

En suma, con una política económica que desconecte, por un lado, a la economía doméstica de los centros financieros internacionales y, por otro lado, a los precios internos de los internacionales, la sustentabilidad del modelo estaría garantizada.

Un corolario que se deriva de este planteo es que en la medida que el país diversifique su estructura productiva y de exportaciones menos sensible será a la necesidad de desconexión de las cotizaciones internacionales de los bienes. En otras palabras, se podrá tener una moneda doméstica más apreciada si se posee una estructura productiva más diversificada.

En la actualidad, ninguno de estas dos condiciones se cumple estrictamente. No hay una desconexión completa de los vaivenes financieros internacionales, ni se verifica una institución efectiva en términos de desalinear precios domésticos de internacionales.

En este contexto post default, el país se encuentra posibilitado de cumplir con la primera de las condiciones, mientras que la desalineación de los precios internos de los internacionales parece un objetivo más difícil de cumplir.

Esta segunda parte de la nota analiza los resguardos que debería tomar la economía argentina ante las turbulencias que se verifican de manera recurrente en los centros financieros internacionales. Desde esta óptica, discutimos de qué manera podría afectarnos una crisis de ese esquema financiero descrito en la primera parte de esta nota, y cuáles serían los resguardos que debería tomar la economía argentina para no verse severamente afectada. Si bien en esta introducción avanzamos en la respuesta a estos interrogantes, nos interesa particularmente evaluar algunas políticas que se consideran como reaseguros frente a las turbulencias financieras. En particular, la acumulación de reservas internacionales. La nota se divide en tres partes sin contar esta introducción. En la primera parte, analizamos precisamente por dónde podría afectarnos una crisis de magnitud en la mundialización financiera; en la segunda parte, evaluamos el rol de las reservas como reaseguro frente a ese escenario, y en la tercera parte plantea-

<sup>2</sup> Sin una desconexión efectiva de los precios internos de los internacionales, los ajustes del tipo de cambio nominal o de las cotizaciones de las commodities se traducen en aumento de precios domésticos que repercuten en los ingresos reales de la población, teniendo en cuenta que este país exporta lo que come su población.

mos algunas conclusiones y recomendaciones que efectivamente funcionen como resguardo.

## 2. Los efectos de una crisis

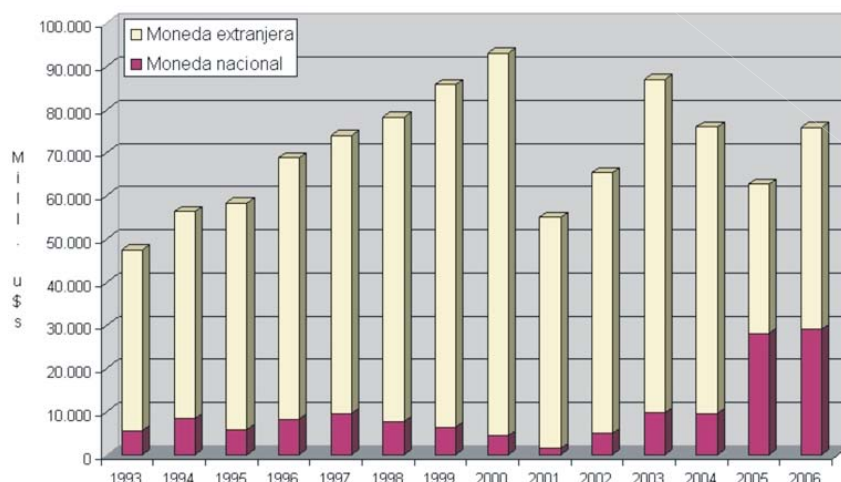
Ahora bien, para depurar efectos, vamos a considerar en primer lugar que ante un episodio de turbulencia financiera, los sucesos sólo afectan cuestiones nominales: cotizaciones de acciones y de bonos, tasas de interés y valores de los tipos de cambio. En una segunda etapa, levantamos el supuesto y permitimos que los episodios financieros repercutan sobre las variables reales de la economía<sup>3</sup>. El efecto que vamos a analizar es el de un eventual episodio que produjera una menor demanda de activos denominados en dólares, producida por un cambio en la composición de la cartera (reservas internacionales) de los principales países superavitarios del mundo (China, India, y los países de la OPEP).

Para simplificar, el efecto directo de este suceso produciría un aumento de la tasa de interés implícita de los títulos públicos norteamericanos (caída de su cotización) debido al exceso de oferta de bonos denominados en dólares, y una devaluación del dólar. Esto produciría a su vez un efecto riqueza negativo para los tenedores de deuda de los Estados Unidos.

Este efecto puramente financiero no debiera generar importantes perturbaciones sobre la economía argentina, dejando de lado por ahora, el efecto riqueza sobre las reservas.

En primer lugar, y como ya había remarcado, el modelo no requiere ingreso de capitales, ni posee necesidades de financiamiento. De hecho, la Argentina viene registrando tasas de crecimiento elevadas con un escaso nivel de ingreso de capitales. La colocación de deuda en el exterior, o la necesidad de refinanciar los vencimientos, no son una condición necesaria del esquema macroeconómico actual.

**Evolución del Stock de Títulos de la Deuda Pública, según moneda**



Fuente: CIEPYC, en base a MECON.

<sup>3</sup> Este ejercicio replica en cierta medida lo que sucede realmente, ya que las consecuencias de una crisis financiera sobre la economía real suelen repercutir con rezagos. Dicho de otra manera, el sistema financiero ajusta de manera veloz, en tanto que la economía real posee un proceso de ajuste más lento.

Adicionalmente, la composición de la deuda pública ha variado sensiblemente después del proceso de reestructuración y del rescate al sistema financiero, y se verifica una participación creciente de los títulos públicos emitidos en moneda local. Este elemento es importante para evaluar los niveles de fragilidad y dependencia a la volatilidad del sistema financiero internacional.

Por otra parte, y aunque tampoco sea una condición necesaria del modelo, la economía posee un nivel de superávit tal que hace innecesaria la colocación de deuda pública, al menos en el exterior.

Ahora bien, qué sucede una vez que este efecto repercute sobre las variables reales. Según nuestro ejemplo, el efecto completo generaría una recesión en Estados Unidos que, al trasladarse al resto de los países de la tríada, contraería la demanda de bienes industriales asiáticos. En segundo lugar, como consecuencia de lo anterior, caería el ritmo de crecimiento de las economías asiáticas y, a partir de esto, se reduciría su demanda de materias primas, y caerían los términos de intercambio de los países exportadores de commodities.

La caída significativa de los precios de los principales productos agrícolas que exporta la Argentina generaría sin dudas una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía local, dependiendo del nivel de la caída. Caerían las exportaciones, reduciría el superávit comercial, la expansión monetaria sería menor, el consumo privado también se contraería, y el Estado, a su vez, recaudaría menos en concepto de impuestos.

Este efecto se produciría en un contexto donde la política cambiaria no ajustase el tipo de cambio nominal a la nueva situación. Es decir, sin una depreciación del peso que mantenga estable el tipo de cambio real multilateral.

Haciendo uso de la política cambiaria, pero en ausencia de mecanismos que desliguen los precios internos de los internacionales, el efecto generaría un incremento en los precios de los bienes localmente, con la consecuente caída del salario real.

Es decir, la caída de los precios internacionales de los bienes que exporta la Argentina, produciría una contracción en el valor de las exportaciones o un incremento de los precios internos de estos bienes, o una combinación de ambos, dependiendo del grado de cumplimiento del objetivo de la política cambiaria de mantener un tipo de cambio real multilateral.

La primera conclusión es que las perturbaciones financieras internacionales repercutirían en la Argentina, recién en una segunda fase y, fundamentalmente, a través de los precios de las commodities agrícolas. El tipo y la profundidad del efecto dependerán del funcionamiento de las instituciones cambiarias, de la política de precios vigente, y de la estructura productiva.

### **3. Las reservas como “seguro de liquidez”**

El Banco Central plantea a la acumulación de reservas como una política para resguardar a la economía de posibles alteraciones en los mercados financieros internacionales<sup>4</sup>.

¿Cuál sería el rol de las reservas ante una crisis que reduzca los precios de los bienes agrícolas?

Nada podrían hacer las reservas para detener este proceso, en el escenario eventual planteado. La liquidez en moneda externa puede utilizarse para realizar un salvataje del peso frente a una corrida cambiaria. Sin embargo, como

<sup>4</sup> Ver nota de Hernan Lacunza, Jefe de estudios económicos del BCRA: “reservas: un seguro muy barato”; suplemento económico, diario Clarín; domingo 18 de marzo de 2007.

hemos adelantado, este no parece ser el problema de la economía argentina, aun en un contexto de caída de precios internacionales. Incluso, una de las medidas de política económica necesarias en ese hipotético contexto, sea dejar depreciar algo el peso para compensar en parte la caída de los precios de bienes agrícolas. Con lo cual, si el caso es menor superávit de cuenta corriente, y presión de demanda sobre el dólar, la autoridad monetaria podría no necesitar incluso desprenderse de demasiados dólares de sus reservas.

En segundo lugar, las reservas actuales representan un 125% de la base monetaria, al valor actual del tipo de cambio. Pensar en tal nivel de reservas como "seguro de liquidez" implica analizar la economía con la lógica de un esquema de tipo de cambio fijado. En el extremo, implica pensar en dolarizar la economía ante una posible turbulencia financiera.

Por otra parte, el 84% de las reservas internacionales que posee el Banco Central se encuentran en activos financieros denominados en dólares. En este sentido, la composición de las reservas genera en realidad un elemento de fragilidad innecesario, porque el valor de su stock y sus rendimientos están atados a los vaivenes financieros externos, introduciendo un canal de contagio innecesario para la economía<sup>5</sup>.

Dado el contexto externo planteado, caracterizado entre otras cosas por una tendencia a la depreciación del dólar frente a otras divisas clave del mundo, resulta extremadamente riesgoso en términos de stock, mantener una proporción tan elevada de reservas denominadas en dólares.

Las reservas son un activo del estado nacional. Si bien parece lógico que una proporción debiera tener un elevado nivel de liquidez (un 30% parece suficiente), resultan excesivo los niveles actuales, teniendo en cuenta que un nivel elevado de reservas, en el estado actual de cosas, no impedirá evitar los males que podría producir una caída en los precios internacionales.

#### **4. Cómo resguardarnos**

Frente a este escenario, cabe preguntarse cuáles son los resguardos que debería tomar la economía argentina para que una crisis de la mundialización financiera la afecte lo menos posible.

En realidad, tal como planteamos al inicio de esta nota, la forma de resguardarse es mediante un esquema de tipo de cambio flotante atado a la evolución de los precios y las divisas que explican nuestro comercio, con instituciones que desliguen los precios internos de los internacionales, y desconectados del sistema financiero internacional.

En el contexto actual, básicamente, la forma de evitar los males que podría producir una caída en los precios internacionales es creando instituciones que regulen el comercio exterior argentino, los precios domésticos, el ingreso de divisas al país, y la promoción de la diversificación productiva.

En esta dirección, planteamos algunas recomendaciones al respecto, las cuales iremos profundizando en las sucesivas ediciones de esta revista:

*\* La principal vía de contagio se debe a que los precios internos están ligados a los precios internacionales. Con lo cual resulta necesario recrear instituciones que desliguen los precios internacionales lo más posible. Tal como se plantea en el número anterior de esta revista, la creación de un fondo compensador del precio de los alimentos apunta en la dirección planteada.*

<sup>5</sup> El elemento de fragilidad que implica tener las reservas denominadas en dólares, se potencia con el hecho de que se encuentran colocadas en los principales bancos de Estados Unidos, e incluso en la Reserva Federal.

*\* Utilizar parte de las reservas (y del superávit fiscal) para promover proyectos de inversión que apunten a diversificar la estructura productiva del país, y depender menos de la evolución de los precios de los granos. La idea de crear un Banco de Desarrollo Regional utilizando parte de las reservas juega en la dirección planteada.*

*\* También sería deseable invertir las reservas en activos físicos generadores de divisas (como por ejemplo YPF).*

*\* Si bien el Banco Central compra la mayoría del excedente de divisas de la cuenta externa, lo realiza a partir de una decisión de política coyuntural. Se debiera crear, en este sentido, una institución pública tal que de manera automática ingresen al Banco Central la totalidad de dólares que ingresan al país, a cambio de pesos a la paridad oficial.*

*\* En relación con la proporción líquida de las reservas, avanzar hacia un esquema compensado entre las principales divisas del mundo, y no estar sensiblemente sesgado a una moneda externa con tendencia a la depreciación (como el dólar), incluso a costa de obtener un menor rendimiento.*

*\* Limitar el ingreso de capitales especulativos de corto plazo. Reglamentando, por ejemplo, la prohibición de un mercado secundario de letras del Banco Central. Si parte de las letras son compradas por inversores externos a los tenedores primarios, además de propiciar importantes rentas, también se produce una desesterilización de la emisión de pesos, que supuestamente es lo que justifica la emisión de estas letras<sup>6</sup>.*

*\* En la nota de German Saller en esta misma revista se muestra el escaso nivel de diversificación de las exportaciones argentinas. Avanzar en términos de una política industrial activa que promueva una estructura menos concentrada generaría uno de los principales resguardos frente a las perturbaciones financieras internacionales.*

<sup>6</sup> Independientemente de que no consideremos que los fenómenos monetarios sean los causantes de la inflación, planteamos este aspecto porque precisamente la emisión de letras persigue el objetivo de esterilizar la emisión de pesos que realiza el Banco Central para compras dólares.